

雅戈尔 (600177)

稳步推进服装业务,投资大健康和能源产业
 投资评级: 买入 (首次)

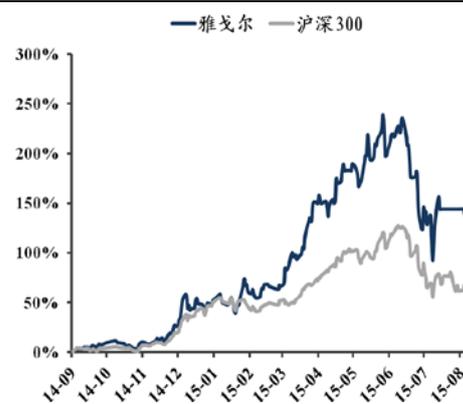
盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	15,903	16,764	18,058	19,892
同比 (%)	4.9%	5.4%	7.7%	10.2%
净利润 (百万元)	3162	3833	4047	4522
同比 (%)	132.6%	21.2%	5.6%	11.8%
毛利率 (%)	31.4%	35.2%	35.3%	35.2%
ROE (%)	19.1%	24.6%	27.0%	30.2%
每股收益 (元)	1.42	1.72	1.82	2.03
P/E	9.29	7.67	7.26	6.50
P/B	1.78	1.89	1.96	1.96

2015年8月31日

分析师 庄沁
 S0600515010001
 0512- 62938317
 zhuangq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	13.20
一年最低价/最高价	10.51/25.87
市净率	1.54
流通 A 股市值 (百万元)	29391.3

基础数据

每股净资产 (元)	8.52
资本负债率 (%)	11.69
总股本 (百万股)	2226.6
流通 A 股 (百万股)	2226.6

■ **2015 年中报营收增长, 净利润大涨 58.71%。** 公司是国内男装行业的龙头企业, 掌握完整的产业链, 上游已延伸至棉纱种植及研发领域, 并形成了“自产+代工”的供应体系。上半年公司实现营业收入 87.13 亿元, 同比+14.99%; 实现净利润 29.03 亿元, 同比+58.71%。主要原因有两点: 投资业务实现净利润 19.50 亿元, 同比+124.70%; 纺织城土地被宁波市鄞州区土地储备中心收储, 实现净利润 5.77 亿元。

分行业看, 品牌服装和地产开发的营业收入分别为 22.72 和 60.37 亿元, 同比+4.52%和+24.79%。主要原因分别是有效控制折扣提升产品毛利率进而提高利润和楼市调控政策松绑, 全国房地产市场企稳。

分产品看, 品牌衬衫、西服、裤子、上衣的营业收入分别为 7.21、4.59、3.31 和 7.00 亿元, 同比-1.23%、-7.00%、+14.91%和 15.30%。

■ **盈利能力下滑, 地产拖累业绩。** 上半年毛利率 31.21%, 同比-20.85%, 主要是地产开发成本增加 41.19%。

分行业看, 品牌服装和地产开发的毛利率分别为 67.93%和 19.16%, 同比+1.41%和-9.40%。房地产业务毛利下滑的主要原因是土地、人工等刚性成本的增加以及产品结构的变化。

分产品看, 品牌衬衫、西服、裤子、上衣的毛利率分别为 71.95%、61.07%、70.17%和 67.93%, 同比+0.55%、+1.66%、+0.19%和 +3.18%, 主要原因是规模效应体现, 盈利能力和品牌价值提升。

■ **重点布局大金融、大健康、综合性集团等领域。** 公司上半年投资业务实现收益 18.78 亿元, 同比+33.19%, 公司投资方向由财务投资向产业投资过渡, 在股东大会授权的规模内对可供出售金融资产进行结构调整。报告期内公司董事会同意投资 100,000 万元设立雅戈尔健康产业基金。截止报告期末, 公司投资 300,000 万元认购北京国联能源产业投资基金, 参与中石油的西气东输三线管道项目, 并投资 120,667.48 万元参与 8 个 PE 及其他项目。

■ **盈利预测。** 2015 年 H1 服装零售额低速增长, 公司品牌服装业务稳步推进; 地产市场高库存有所下降, 房价环比回升, 但尚未恢复同期水平。考虑到下半年服装行业缓慢回暖与地产行业的企稳, 我们预计公司 15-17 年的 EPS 分别为 1.72、1.82 和 2.03 元, 对应 PE 分别为 7.67、7.26 和 6.50 倍。给予“买入”评级。

■ **风险提示。** 零售终端需求低迷、地产房价下跌等。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	26019.8	36624.5	34095.6	36987.1	营业收入	15903.2	16763.6	18057.7	19892.4
现金	3461.3	3356.0	3450.0	3422.0	营业成本	9647.1	9561.9	10265.8	11328.7
应收款项	2228.1	3029.8	2896.7	3393.2	营业税金及附加	1261.9	1304.2	1419.3	1555.6
存货	17803.3	28522.1	26085.9	27828.6	营业费用	1761.7	1845.7	1993.6	2194.1
其他	2527.2	1716.6	1663.1	2343.3	管理费用	790.6	838.3	894.8	988.5
非流动资产	21603.9	23379.1	23429.6	22965.5	财务费用	639.9	1008.9	1205.1	1163.5
长期股权投资	6063.5	7250.2	8175.4	8741.7	投资净收益	3148.5	3602.1	4091.9	4088.7
固定资产	4372.3	4972.6	4109.7	3091.2	其他	-1158.7	-533.9	-711.3	-803.5
无形资产	354.3	342.5	330.6	318.8	营业利润	3791.7	5272.8	5659.7	5947.1
其他	10813.8	10813.8	10813.8	10813.8	营业外净收支	107.6	-71.8	-140.6	-34.9
资产总计	47623.7	60003.6	57525.2	59952.6	利润总额	3899.3	5201.0	5519.1	5912.2
流动负债	27640.4	40828.9	38748.4	40948.0	所得税费用	684.5	1368.4	1472.5	1390.0
短期借款	11536.6	20103.1	18072.4	18745.2	少数股东损益	52.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	1028.8	1108.4	1142.5	1287.1	归属母公司净利润	3162.4	3832.6	4046.6	4522.3
其他	15075.0	19617.3	19533.6	20915.6	EBIT	2460.3	3225.3	3496.0	3837.2
非流动负债	3239.5	3379.1	3552.9	3804.7	EBITDA	2833.4	3784.4	4105.9	4487.7
长期借款	2317.4	2317.4	2317.4	2317.4					
其他	922.1	1061.7	1235.5	1487.3					
负债总计	30879.8	44207.9	42301.3	44752.6	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	216.7	216.7	216.7	216.7	每股收益(元)	1.42	1.72	1.82	2.03
归属母公司股东权益	16527.2	15579.0	15007.2	14983.2	每股净资产(元)	7.42	7.00	6.74	6.73
负债和股东权益总计	47623.7	60003.6	57525.2	59952.6	发行在外股份(百万股)	2226.6	2227.0	2227.0	2227.0
					ROIC(%)	8.5%	8.6%	8.8%	10.7%
					ROE(%)	19.1%	24.6%	27.0%	30.2%
					毛利率(%)	31.4%	35.2%	35.3%	35.2%
					EBIT Margin(%)	15.5%	19.2%	19.4%	19.3%
					销售净利率(%)	19.9%	22.9%	22.4%	22.7%
					资产负债率(%)	64.8%	73.7%	73.5%	74.6%
					收入增长率(%)	4.9%	5.4%	7.7%	10.2%
					净利润增长率(%)	132.6%	21.2%	5.6%	11.8%
					P/E	9.29	7.67	7.26	6.50
					P/B	1.78	1.89	1.96	1.96
					EV/EBITDA	21.27	19.45	17.46	16.52

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>